重大公共卫生危机事件对企业运营的影响

李者聪

(河南财经政法大学 国际经济与贸易学院,河南 郑州 450046)

摘 要: 采用新冠疫情期间A股非金融类上市公司的数据,研究了疫情期间轻资产运营、公司治理和金融资产配置对公司价值维护的内在机制。结果显示:轻资产运营能够减轻疫情对企业的冲击,对公司价值具有正向作用,其中,股权集中度越高的公司,受到疫情的冲击越严重;公司持有金融资产时,公司价值容易受到负面影响,特别是持有非流动性金融资产;国有企业持有更多金融资产时受到疫情冲击较为严重。

关键词: 公共危机; 新冠肺炎; 企业运营; 金融资产; 公司价值; 股权集中度

中图分类号: F406.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-0202(2021)01-0038-12

一、引言

2020年突如其来的新冠肺炎疫情严重威胁全球各国公共卫生安全,冲击社会经济发展,同时给企业生存和发展都造成重大的影响。停工、停产都导致企业现金流承受巨大压力,运营模式面临调整。疫情在全球的持续蔓延和反弹对企业的运营模式提出了更高要求,企业如何运营、如何优化资源配置、如何提高风险承担能力、如何创造企业价值成了当今企业在面对危机事件时生存和发展的重要议题。

轻资产运营是指减少存货和固定资产投资,通过提高企业无形资产,即企业的流程管理、品牌效应、人力资源、企业文化等,从而实现公司盈利的目标。由于信息技术的快速普及,数据要素化,新兴产业发展带动传统行业自我更新换代,近些年来轻资产运营在我国快速发展。轻资产运营是产业发展的一个趋势。万达集团,作为房地产行业的龙头企业之一,在面临资金流动性风险、不断攀升的人力和资产成本、日益激烈的市场竞争时,意识到轻资产运营的重要性,开始发展文化品牌和互联网布局,逐渐向轻资产运营方向转型。随着轻资产运营越来越受到许多企业的欢迎和认可,开展轻资产运营模式是否促进公司价值提升、是否增强企业的市场竞争力和企业的风险承担能力、使企业获得稳定发展的研究很有必要。

目前关于轻资产运营的研究,主要集中在三个方面:轻资产影响企业风险承担能力、轻资产影响企业融资约束、轻资产影响企业盈利能力。而对于轻资产运营模式是否能够改善企业在危机时刻高风险场景下的表现并提升公司价值的研究相对较少。目前轻资产运营企业具有的优势是因为采用轻资产运营的企业能够用少量的资本、固定资产带来更高的利润收益,通过外包非核心业务,依靠供应链实现销售渠道快速扩张,并将业务重心集中在产品设计、R&D、销售、服务和品牌提升上,提高产品的声誉和品值从而提升公司竞争力[1]。Sohn等[2]通过研究美国酒店业向轻资产运营转型的过程,发现轻资产运营确实能够为公司创造价值。然而,Low等[3]将美国酒店业的股票分

收稿日期: 2020-09-15 **DOI:** 10.7671/j.issn.1672-0202.2021.01.004

基金项目: 河南省教育厅重点科研基金项目(20A790002)

作者简介: 李者聪(1988—),男,河南郑州人,河南财经政法大学国际经济与贸易学院讲师,主要研究方向为国际贸易、公司治理。E-mail:lizhecong@126.com。

为轻资产类和重资产类,运用 Markowitz 理论,则发现带有重资产的混合型投资组合收益高于纯粹的轻资产投资组合,采用轻资产运营酒店股价波动性更高。Yu[4] 以 2001—2016 年中国上市公司为样本,研究企业盈利能力与轻资产运营的区别,结果发现轻资产运营并未对公司盈利能力产生显著影响。上述学者的研究并未就轻资产运营给企业带来的正面影响达成一致,轻资产运营的优点还需进一步深入挖掘。

还有部分文献研究了轻资产运营与企业风险承担能力的关系,但是这些研究主要集中在轻资产运营对风险指标的影响是否显著,并未对实际中企业遇到风险时所展现出的运营能力和实际表现进行考察。早期关于实际风险和危机事件的研究时间段主要集中在金融危机和经济危机上,因为金融危机和经济危机爆发具有周期性特征,十分具备研究价值。轻资产运营模式是在近些年兴起的一种公司运营方式,其本身并未经历过诸如此类的危机考验,轻资产运营公司的风险承受能力仍是未知,亟需检验。2020 年初爆发的新冠疫情具有突发性、广泛性、深入性,是考察轻资产运营公司在危机时刻表现和抗风险能力的试金石。因此研究在新冠疫情下的轻资产运营对公司价值的影响具有现实意义。

轻资产运营中还存在两个问题,一是公司的运营效果明显受到公司股权治理结构的影响而存在差异。股权集中问题会带来大股东对小股东的侵占效应,而这种效应在金融危机时更加明显[5]。二是,代理问题会使企业追逐高资本回报率而选择配置金融资产,因为持有金融资产能够给企业带来更高收益,同时还能够帮助企业预防现金流风险和缓解融资约束等问题出现。配置的金融资产尽管能在一定程度上轻量化资产,但是金融资产的效果十分复杂,企业的金融资产配置效果是否能够给企业轻资产运营带来正向作用仍然值得研究。

本文选择 2020 年初新冠疫情在我国爆发阶段时间,考察轻资产运营对我国 A 股非金融类上市公司价值的影响。同时检验轻资产运营中股权集中度和金融资产配置的两方面影响:本文有两个方面的贡献:一是考察新冠疫情爆发下,轻资产运营对公司价值的影响,为轻资产运营具备价值创造的观点提供经验证据。二是为了细化对轻资产运营的研究,部分企业的轻资产运营模式着重强调了金融资产的配置和占比,与传统的轻资产运营模式存在区别,同时股权结构也对轻资产运营的效率有影响,因此本文通过分别加入股权集中度和金融资产配置两方面,以检验两者对轻资产运营的影响,通过对轻资产运营模式的深入剖析,以丰富轻资产运营理论。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一)文献评述与理论分析

目前轻资产运营的研究主要集中在轻资产运营与企业盈利能力、价值创造、风险承担、竞争效率等之间的关系几个方面。关于轻资产运营与企业盈利能力之间的关系,过去学者的研究并未得到统一的结论。主要的资产类型有:重资产和轻资产,后者常见的资产形式有无形资产、专利、经营权、商标版权等[6]。根据资源基础理论,这些资源是企业异质性的体现,并能够给企业带来竞争优势。Liou[7] 分别用两种方式来量化轻资产运营,一种是轻资产的货币价值,另一种为轻资产占企业所有资产的比例,研究检验了台湾电话通讯行业中轻资产运营给企业带来的竞争优势。Ghazvini[8] 发现轻资产运营类型公司在电力零售行业具备竞争优势,研究进一步说明,采用轻资产运营能够降低企业的财务风险和损失。

轻资产运营影响公司的价值和表现关键在于如何衡量公司价值和表现,先期的研究采用的方法为一些会计财务分析指标,如净资产收益率,销售利润率,资本回报率等[9]。Wen 等[10] 使用资本回报率来衡量日本半导体行业中轻资产运营公司的表现结果发现采用轻资产运营的公司表现要优于那些看重固定资产投资的公司。这些研究都说明了轻资产运营能给公司价值和表现带来

正向作用。

关于轻资产影响企业风险能力方面的研究,学者主要依据的是资源基础理论,并从企业融资约束和负债水平两个角度进行切入研究。由于轻资产运营企业外部负债水平低,债权人对企业投资约束不强,企业通常能够采取积极的投资策略,从而提升企业风险承担能力。周泽将等[11]以2009—2015年的中国上市公司为样本,实证分析得出轻资产运营与企业风险承担之间具有正相关关系,并且验证了轻资产运营能够降低企业内部融资约束水平,降低企业负债比率,提高企业风险承担水平。王龑[12]以中国A股上市的银行类公司作为研究对象,研究了银行从重资产到轻资产转型是否改变到银行的风险水平,研究结果表明轻资产运营的银行具备较低风险,轻资产运营有利于银行业进行金融风险防控,是未来银行业的发展趋势。

通过对上述文献的梳理,发现目前关于轻资产运营的研究存在几点不足:一是研究文献关于轻资产运营衡量的标准不同,部分文献仅仅采用单个指标或者虚拟变量,很难全面的衡量企业轻资产运营程度;二是文献中大部分研究结论都是针对具体某个行业,缺乏对所有行业公司的系统性整体研究;三是已有文献虽然解释了轻资产运营对企业风险承担能力有显著提升,但是文献数量较少且企业风险识别指标的运用具有局限性,并不能对企业的风险承担能力进行真正衡量,也没有在高风险的场景中检验企业的具体表现,看不出实施轻资产运营的企业与未实施轻资产运营的企业之间的区别。因此,本文基于上述几点,将轻资产运营进行量化,将多个能够代表轻资产运营的指标加入其中来衡量公司整体的轻资产运营程度,并且加入行业哑变量对所有行业进行控制,研究时间段选择在新冠疫情爆发时期,该时间段具备高风险特征,以检验轻资产运营公司与非轻资产运营公司之间表现差异。

(二)研究假设的提出

新冠疫情爆发后,国家和地方政府采取了一系列应对措施,如企业停工停产,延长复工时间、暂停公共场所营业等。这些措施虽然控制了疫情,同时也导致许多企业出现了经营困难、现金流持续恶化的现象,持有固定资产较多的公司现金流问题更加突出。轻资产运营的公司由于较低的负债水平和营运成本,即使受到流动性风险也能够及时化解,较难陷入破产危机。根据资源基础理论,企业拥有的资源决定企业的市场表现,轻资产运营的公司在固定资产和营运成本上投入较少,非核心业务则可以通过外包租赁的形式进行转移,同时将企业重心放在企业轻资产上,着重构建资本消耗少、风险可控、风险权重低的资产业务体系,这些资源的投入,能够帮助企业在业务发展和风险控制环节建立企业优势。另外,重资产比例的降低和运营方式的改变,使轻资产运营的公司具有更多经营现金流,更高的现金水平能够帮助企业在危机时刻渡过难关[13]。因此,本文提出假设1:

假设1:受新冠疫情影响,轻资产运营程度越高的公司受到疫情冲击较小,轻资产运营与公司价值呈现正相关关系。

轻资产运营的公司因为公司行业、地区位置、受到疫情冲击程度,会呈现出异质性特征。本文主要将从股权集中度和轻资产中的金融资产配置两方面来研究其中的差异和调节作用。

轻资产运营会因股权集中度导致运营效果不佳。根据委托代理理论,控股股东存在实现自身利益的动机,会对小股东利益产生侵占效应,带来公司治理效率的降低;控股股东还会实施监督和管理而产生利益协同效应。我国由于证券市场透明度较低、法制环境不成熟,难以依靠外部环境对代理人进行有效监管和约束,侵占效应这种现象出现地更加频繁。谢莉娟和王诗桪[14]选择国有企业作为样本,针对国有企业采取的重资产经营模式进行研究,尽管结果表明轻资产经营虽然能够显著提升企业经营效率,但是对国有企业并不显著,同时国企能在一定程度上抵消重资产经营给企业带来的负面作用。轻资产运营虽然能够提升企业内部资金水平,但是控股股东出于对自身

利益考虑则会导致内部资金无法实现利益最大化,投资效率受到影响,从而削弱轻资产运营对于公司价值的影响。据此,本文提出假设 2:

假设 2:股权集中度会削弱轻资产运营程度对公司价值的正向作用。

实体经济增速放缓、投资回报率的降低会使得公司从重资产运营转型轻资产运营,同时还有大部分的企业会选择配置金融资产,从较高的资本回报率中获取收益。实体行业持有金融资产不但提高资本回报率,同时能够缓解外部融资约束,降低融资成本[15-16]。尽管如此,公司持有金融资产还是存在一些问题。金融资产会挤占企业在实体行业的投资,虽然短期内能够提升企业业绩,长期会使企业的业绩出现损失[17]。除了对实体行业投资的挤出效应,金融资产还会通过降低资本定价效率阻碍实体经济发展[18]。公司管理者能够通过选择金融资产配置调整损益操纵,当股价波动不利于市值稳定时,特别是经济金融危机等负面消息的影响,企业不得不出售出现亏损的金融资产达到盈余管理目的[19]。预计金融资产配置会抑制轻资产运营的效率,进一步影响公司价值。基于上述原因,提出假设 3:

假设 3:金融资产配置会导致轻资产运营效率降低,持有越多金融资产,疫情期间公司价值会出现下滑。

三、研究设定

(一)数据来源

本文以 A 股上市公司为研究对象,选择 2020 年新型冠状病毒肺炎在中国爆发这一重大公共卫生突发事件作为研究时点,考察轻资产运营对公司价值的影响。按照通常数据处理标准,本文删除金融行业、ST 类、PT 类、B 股以及数据存在缺失的公司样本数据,并对连续变量在上下 1% 分位上进行缩尾处理,以消除数据异常值的影响。本文数据主要来源于 CSMAR 和 Wind 数据库,最终样本观测值为 3424 个。

(二)变量设计及定义

1. 外生冲击对公司价值的影响

为了检验新型冠状病毒肺炎爆发事件对公司的外生冲击,本文设定 1 月 20 日为起始事件日,即我国官方确定新冠病毒存在人传人现象,疫情爆发出现拐点的时刻。通过计算事件日 5 日前(2020 年 1 月 10 日)到事件日 5 日(2020 年 2 月 4 日)后的持有期收益率(HPR),持有期收益率通过如下公式计算获得:

$$HPR_i(-5,5)=(1+R_{i,-5})(1+R_{i,-4})(1+R_{i,-3})(1+R_{i,-2})\cdots(1+R_{i,5})-1 \quad (1)$$

其中,$R_{i,t}$是公司 i 在 t 时间的日回报率。不同时期公司的 HPR 收益率如 $HPR(-3,3)$、$HPR(-2,2)$均通过该公式进行计算,作为本文的被解释变量。

需要注意的是,由于 1 月 20 日之后我国股票市场因为春节假期休市安排,1 月 31 日起才正常开市。因此,事件日的 5 日后选取为 1 月 31 日起开市后的 5 日来检验疫情事件作为外生冲击对股票市场的影响。

2. 公司价值的解释变量

轻资产运营。为了衡量轻资产运营程度,采取主成分分析方法,选取非固定资产比率、营业成本比率、现金资产比率、流动比率、销售费用比率五项指标(指标详细计算公式参照表 1)进行分析,第一主成分结果为:0.4723X 非固定资产比率 -0.4724X 营业成本比率 +0.1680X 销售费用比率 +0.5444X 现金资产比率 +0.5175X 流动比率,由于第二主成分和第一主成分分析在营业成本比率上符号相反,营业成本与主成分正相关,第三主成分与流动比率和现金资产比率均呈现负相关

特征,与传统轻资产运营的基本特征不符,因此本文选择第一主成分作为衡量企业轻资产运营的程度。

金融资产配置。目前存在两种衡量方式,一是将相应的流动资产科目加总;二是将利用金融渠道积累的利润科目加总,其中第一种度量方法较为普遍。本文采取第一种度量方法对上市公司金融资产配置进行衡量,采用交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、发放贷款及垫款和持有至到期投资加总与期末总资产的比值。同时,为衡量金融资产配置内的持有时间长短区别,将流动性金融资产与非流动性金融资产加以区分,持有期为一年及以下的为流动金融资产,否则算作非流动性金融资产,流动性金融资产包含的科目有:交易性金融资产、衍生金融资产和买入返售金融资产净额;非流动性金融资产包括发放贷款及垫款净额、持有至到期投资净额、可供出售金融资产净额、长期股权投资和投资性房地产净额[20-21]。

股权集中度。股权结构是影响公司价值的一个重要因素[22]。在金融危机期间,大股东持股与股票回报率负相关[23]。为了检测股权集中度对公司价值的影响,可以通过三种方式衡量股权集中度。第一种是采用控股股东比率,即5%比例以上持股比例最高的股东持股占比。第二种是持股比例在5%以上股东的集合,第三种是所有控股股东之和。同时还能够通过HHI指数(赫芬达尔—赫希曼指数)来衡量股权集中度问题。为了综合考虑股权集中度对公司价值的作用,本文选择HHI指数来测量股权集中度问题对公司价值的影响。

此外,本文选择加入一些控制变量[24-25]。这些控制变量包括:企业规模,采用企业总资产的对数衡量;负债水平,公司总负债与公司总资产的比值;盈利能力,资产回报率ROA;企业成长性,公司营业收入的增长率;企业性质,通过哑变量设置国有企业为1,非国有企业为0,除此之外,本文还设定行业虚拟变量。具体变量含义见表1。

表1 各变量含义

变量类型	变量名称及表示	变量定义描述及计算过程
被解释变量	持有期收益率 *HPR*	$\prod_{-t}^{t}(1+R_{i,t})-1$
解释变量	轻资产运营 *Als*	主成分分析第一主成分,其中各指标计算如下:非固定资产比率=1-固定资产总额/资产总额;营业成本比率=期末营业成本/期末营业收入;现金资产比率=期末现金及现金等价物余额/资产总额;流动比率=流动资产总额/流动负债总额;销售费用比率=期末销售费用/期末营业收入
	金融资产配置 *Fin*1	(交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+发放贷款及垫款+持有至到期投资)/总资产
	流动性金融资产 *Fin*2	(交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产净额)/总资产
	非流动性金融资产 *Fin*3	(发放贷款及垫款净额+持有至到期投资净额+可供出售金融资产净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/总资产
	股权集中程度 *share*	控股股东占股比例;HHI指数,即前几位大股东持股比例的平方和
控制变量	企业规模 *Size*	企业总资产的自然对数
	负债水平 *Lev*	总负债/总资产
	盈利能力 *RA*	税后净利润/总资产
	企业成长性 *Growth*	期初营业收入/期末营业收入
	国有企业哑变量 *Gov*	企业为国有企业时,Gov=1,否则则为0

(三)模型设计

为了验证轻资产运营在新冠疫情时期对公司价值的影响,以及不同企业之间因股权集中而存在异质性特征,即假设 1 和假设 2,本文构建型 1,如下:

$$HPR_i(-t,t)=\beta_0+\beta_1 Als_i+\beta_2 Share_i+\beta_3 Als_i\times Share_i+Control+Indus+\varepsilon \quad (1)$$

其中,$Control_i$ 为控制变量,$Indus$ 为行业虚拟变量。

为了验证轻资产运营中金融资产配置在新冠疫情时期对公司价值的影响,即假设 3,本文采用金融资产配置变量、流动性金融资产配置和非流动性金融资产配置变量构建模型 2 如下:

$$HPR_i(-t,t)=\beta_0+\beta_1 Als_i+\beta_2 Fin_1+\beta_3 Fin_2+\beta_4 Fin_3+\beta_5 Als_i\times Fin_1+Control+Indus+\varepsilon \quad (2)$$

四、实证结果

(一)描述性统计

根据表 2 结果显示,公司持有期收益率在新冠疫情期间整体均值为 -0.122,表明我国上市公司受到新冠疫情外部冲击影响十分明显,收益率为负值,且中位数为 -0.158,说明大部分公司价值在疫情期间出现下滑。轻资产运营变量最小值为 -2.345,最大值为 4.285,说明我国企业之间资产运营轻重程度上存在较大差异,而标准差为 1.225,表明企业之间轻资产运营程度波动较大。金融资产配置变量方面,最小值为 0,最大值为 45.8%,说明上市公司持有金融资产的比例差异很大,有些公司选择持有较多金融资产,而有些公司完全不持有金融资产。流动金融资产和非流动金融资产配置方面,非金融资产配置的中位数和均值都超过流动性金融资产,说明上市企业对非流动金融资产具有偏好。前 5 大股东占股比例之和为 0.542 表明我国上市企业的股权集中现象较明显。HHI 指数最大值和最小值分别为 0.54 和 0.016,均值为 0.154,也说明了部分企业存在股权集中问题。

表 2　描述性统计

变量名称	样本数	最小值	最大值	25% 分位	中位数	75% 分位	均值	标准差
HPR	3424	-0.322	0.455	-0.203	-0.158	-0.081	-0.122	0.133
Als	3365	-2.345	4.285	-0.799	-0.171	0.632	-0.001	1.225
*Fin*1	3424	0.000	0.458	0.000	0.001	0.039	0.042	0.087
*Fin*2	3424	0.000	0.458	0.000	0.001	0.036	0.041	0.086
*Fin*3	3424	0.000	0.428	0.002	0.017	0.057	0.048	0.077
Share	3424	0.220	0.892	0.431	0.541	0.653	0.542	0.150
HHI	3424	0.016	0.540	0.072	0.124	0.208	0.154	0.109
Size	3424	10.790	17.160	12.130	12.890	13.810	13.080	1.310
Lev	3424	0.060	0.891	0.256	0.406	0.557	0.414	0.199
ROA	3424	-0.353	0.228	0.015	0.040	0.075	0.037	0.082
Growth	3424	-0.580	1.680	-0.030	0.070	0.205	0.113	0.305

(二)回归结果分析

为了检验新冠疫情期间轻资产运营对公司价值的影响,以及股权集中度对公司价值和对轻资产运营的边际影响,本文采取 OLS 回归,回归结果如表 3。(1)和(2)列的回归结果表明,轻资产运营变量在 1% 的显著水平下影响公司价值,同时轻资产运营的系数为正,分别为 0.022 和 0.017,说明轻资产运营程度对公司价值有正向作用,即轻资产运营程度越高,在疫情期间公司的价值越不容易受到疫情影响出现下滑。(3)和(4)列主要考察股权集中度在疫情期间对公司价值产生的影

响,结果表明在1%的显著水平下,股权集中度越高,公司价值出现下滑的可能性越大,股权集中度的系数分别为-0.006和-0.062。我们在(5)和(6)列加入轻资产运营和股权集中变量,同时加入两者交互项,以考察其中一种解释变量如何作用另一个解释变量。回归结果表明,轻资产运营仍然在1%水平显著,系数为0.028和0.022,股权集中度变量为-0.018和-0.066,轻资产运营程度对公司价值存在正向作用,股权集中度则起相反作用。从两者交乘项可能看出,股权集中度能够抑制轻资产运营对公司价值的影响,两者交乘项系数分别为-0.05和-0.042,两者均为负,说明两者对公司共同作用下,公司价值会产生下滑。

表3 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Als	0.022***	0.017***			0.028***	0.022***
	(10.33)	(6.74)			(8.98)	(6.63)
Share			-0.006	-0.062***	-0.018	-0.066***
			(-0.30)	(-3.30)	(-0.93)	(-3.43)
Als * *Share*					-0.050***	-0.042***
					(-3.25)	(-2.77)
Size		0.011***		0.010***		0.011***
		(5.52)		(5.08)		(5.61)
Lev		-0.011		-0.060***		-0.009
		(-0.71)		(-4.02)		(-0.59)
Roa		0.248***		0.294***		0.264***
		(7.46)		(8.51)		(7.93)
Growth		0.044***		0.042***		0.042***
		(5.54)		(5.38)		(5.34)
Constant	-0.135***	-0.311***	-0.153***	-0.284***	-0.135***	-0.306***
	(-15.36)	(-11.51)	(-15.97)	(-10.39)	(-13.73)	(-11.37)
Industry dummy	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	3365	3365	3424	3424	3365	3365
R-squared	0.07	0.12	0.03	0.10	0.07	0.12

(三)稳健性检验

为了验证本文基本结论的可靠性,本文对原文模型进行如下的稳健性检验:一是替换指标,前文变量定义部分,被解释变量的初始选择是考虑现金红利再投资的日收益率的持有期收益率,验证时则采用不考虑现金红利再投资的个股回报率对持有期收益率重新进行计算。表4(1)和(2)列为不考虑现金红利计算持有期收益率的回归结果,结果显示,在新冠疫情期间,轻资产运营在1%水平上与其呈现正相关作用,而股权集中度与公司价值呈现反向变动特征,基本结论保持不变。

接着,继续测试结论的稳健性,对事件的窗口期进行修改。现将窗口期分别设置为(0,5)和(-10,10),来衡量不同时段的疫情对公司价值产生的波动。同样,事件日的持续阶段是在春节股市开市后进行计算,与上文保持一致。(3)和(4)列为窗口期(0,5)的结果,同样,轻资产运营与公司价值正相关且十分显著,而股权集中度在10%水平上与公司价值负相关。类似的结论也出现在窗口期(-10,10)的回归结果中:轻资产运营的系数为0.016,股权集中度的系数为-0.109,分别和公司价值呈现正相关和负相关关系。无论是改变持有期的计算方式还是改变持有期的持续时间,并未改变本文的基本结论,结论保持不变。

表 4　稳健性检验

变量	不带红利的持有期收益率		窗口期(0,5)		窗口期(-10,10)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Als	0.019***	0.016***	0.011***	0.010***	0.022***	0.016***
	(9.69)	(6.56)	(4.95)	(3.87)	(8.27)	(4.94)
Share	-0.021	-0.068***	-0.027	-0.039*	-0.067***	-0.109***
	(-1.11)	(-3.65)	(-1.33)	(-1.93)	(-2.75)	(-4.48)
Size		0.013***		0.001		0.006**
		(6.84)		(0.34)		(2.15)
Lev		-0.016		0.025		-0.001
		(-1.05)		(1.43)		(-0.04)
Roa		0.225***		0.100**		0.283***
		(6.95)		(2.52)		(6.57)
Growth		0.040***		0.014*		0.056***
		(5.40)		(1.92)		(5.19)
Constant	-0.124***	-0.315***	-0.120***	-0.147***	-0.048***	-0.152***
	(-12.82)	(-12.30)	(-14.72)	(-5.59)	(-3.59)	(-4.27)
Industry dummy	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	3365	3365	3365	3365	3365	3365
R-squared	0.07	0.12	0.03	0.03	0.08	0.12

五、关于轻资产运营的进一步检验

实体行业的不景气会导致公司配置金融资产,以追求更高资本回报,但配置过多的金融资产会使实体行业"脱实向虚",对实体行业的长久发展十分不利。企业持有金融资产出于"储蓄动机"或者"投资动机",然而,疫情期间,企业持有的金融资产是否能够给公司带来相对较高的收益还需验证。同样,宏观经济环境变化剧烈,部分公司现金流问题开始突显,配置金融资产的公司是否能够满足公司的现金流储备,现持有金融资产的公司是否具备更好的表现,是本文需要进一步探讨的问题。根据过去学者对企业配置金融资产的研究发现,金融资产配置对企业的影响是一把"双刃剑"。虽然金融资产会使企业短期获利,但也会对实体行业投资挤出,同时过度金融资产配置会增加企业财务风险。

传统的轻资产运营模式,通过减少存货和固定资产投资,加强在供应链、客户资源、品牌文化、人力资源、技术开发方面的投入,从而创造出盈利和竞争优势。而目前的部分轻资产运营的公司追求金融化,从投资、开发、运营与退出环节均有资本市场的参与,通过金融投资行为赚取利润,提高资本回报率。为了研究公司金融资产配置与轻资产运营对公司价值的边际贡献程度,本文在基础模型中分别加入金融资产配置变量 *Fin*1、流动金融资产配置 *Fin*2、非流动金融资产配置 *Fin*3 来衡量总的金融资产配置影响和不同类型的金融资产的影响。

加入金融资产变量后,回归结果见表 5,(1)和(2)列为加入金融资产配置变量后对公司价值的影响,可以看出金融资产配置变量在 5% 水平下显著为负,说明公司持有更多金融资产,在疫情期间会对公司价值造成负面作用。轻资产运营和金融资产的交乘项回归系数为 0.053,在 5% 的水平下显著且为正,说明尽管金融资产配置会对公司造成负面影响,但是在轻资产运营的作用下,对公司价值影响仍为正。方程(3)和(4)主要说明流动金融资产对公司价值的影响,从回归结果看,流动金融资产配置变量在 1% 水平下显著为负,回归系数为 -0.117,表明公司持有流动类金融资产会在疫情期间降低公司价值,同样,交乘项系数为 0.051 在 10% 水平显著,说明在疫情期间两者

共同作用对公司价值影响为正。非流动类资产配置的结果表明,非流动金融资产配置变量在1%水平下显著,回归系数为-0.123,表明持有非流动类资产的公司在疫情期间公司价值会出现下降,另外,轻资产运营与非流动金融资产的交乘项不显著,但符号为负,说明公司持有更多非流动金融资产会抵消轻资产运营的作用,使公司价值受到负面影响。

表5 金融资产配置对公司价值的影响

变量	金融资产配置		流动金融资产配置		非流动金融资产配置	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Als	0.016***(5.02)	0.014***(3.89)	0.016***(4.99)	0.014***(3.90)	0.016***(4.84)	0.017***(4.93)
*Fin*1	-0.071**(-1.96)	-0.125***(-3.16)				
Als×*Fin*1		0.053**(1.96)				
*Fin*2			-0.063*(-1.70)	-0.117***(-2.86)		
Als×*Fin*2				0.051*(1.88)		
*Fin*3					-0.124***(-3.86)	-0.123***(-3.83)
Als×*Fin*3						-0.045(-1.56)
Size	0.004*(1.67)	0.004*(1.66)	0.004*(1.65)	0.004(1.63)	0.006**(2.11)	0.006**(2.12)
Lev	-0.007(-0.35)	-0.011(-0.52)	-0.006(-0.30)	-0.010(-0.48)	-0.006(-0.29)	-0.008(-0.36)
Roa	0.268***(6.22)	0.273***(6.29)	0.268***(6.19)	0.272***(6.27)	0.249***(5.75)	0.247***(5.70)
Growth	0.057***(5.26)	0.057***(5.26)	0.057***(5.28)	0.057***(5.28)	0.055***(5.13)	0.056***(5.16)
Constant	-0.152***(-4.25)	-0.151***(-4.23)	-0.152***(-4.25)	-0.151***(-4.21)	-0.165***(-4.61)	-0.164***(-4.61)
Industry dummy	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	3365	3365	3365	3365	3365	3365
R-squared	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12

为了检验轻资产运营、股权集中度、金融资产配置对不同类型公司的异质性影响,现对上市公司进行分组,进一步检验。按照企业性质将样本分为国有企业和非国有企业,方法为加入哑变量*gov*,*gov*=1时,企业为国有企业,否则为非国有企业。分组检验结果如表6(1)和(2)列所示,轻资产运营在国有企业中15%水平下显著为正,在非国有企业组1%水平下显著,回归系数分别为0.009和0.018,表明轻资产运营变量对非国有企业价值的影响程度超过对国有企业的影响程度。股权集中度上,国有企业分组在10%水平显著为负,非国有企业在1%水平上显著,回归系数为-0.057和-0.104,说明股权越集中,疫情期间公司价值受到的负面影响程度越重。由于多重共线性问题,金融资产配置变量分别采用核心解释变量金融资产配置和非流动性金融资产配置变量来检验结论,删去流动性金融资产配置变量回归结果显示,国有企业受到金融资产配置变量的影响在5%水平显著为负,而非国有企业组的金融资产配置不显著,说明在疫情期间,金融资产配置对国有企业负面影响程度较重,就非流动金融资产而言,国有企业组在10%水平显著为负,非国有企业在1%水平显著,表明非流动金融资产对非国有企业的影响程度更深。

由于不同地区的企业受到疫情影响程度有所区别,本文对不同地区进行分组,以检验疫情冲击下,不同企业的被解释变量受到解释变量影响的异质性。另外,将具备不同程度疫情的地区分为两类:一类是受到新冠疫情冲击较高的地区,该地区包括公司注册地在湖北省、河南省、浙江省、江苏省、山东省、湖南省、安徽省、江西省、广东省的公司;另一类是受到新冠疫情冲击较低的地区,包括其他的省市的公司。按照地区分类进行回归,结果如表6中(3)和(4)列所示,轻资产运营无论是在疫情冲击较高的地区还是在冲击较低的地区均在1%水平上显著为正,说明轻资产运营程度高的公司疫情期间公司价值下滑较低,股权集中度在不同地区也呈现出与前文相似特征,即在1%水平上显著为负,表明股权集中度越高,疫情期间公司价值受到的冲击更严重。金融资产配置在两个地区

的结论不够显著,非流动金融资产配置则分别在5%水平和1%水平显著影响疫情严重地区和疫情次严重地区,说明公司持有更多非流动性金融资产,公司价值在疫情间越容易出现下降。

表 6　不同企业类型、不同地区轻资产运营、金融资产配置对公司价值的影响

变量	国有企业 (1)	非国有企业 (2)	疫情冲击较高地区 (3)	疫情冲击较低地区 (4)
Als	0.009*(1.96)	0.018***(4.37)	0.019***(3.98)	0.015***(3.58)
Share	−0.057*(−1.68)	−0.104***(−3.11)	−0.099***(−3.00)	−0.117***(−3.28)
*Fin*1	−0.147**(−2.19)	−0.059(−1.55)	−0.073(−1.56)	−0.053(−1.00)
*Fin*3	−0.064*(−1.81)	−0.142***(−3.86)	−0.111**(−2.45)	−0.114***(−3.42)
Size	0.003(0.89)	0.014***(3.66)	0.005(1.13)	0.011***(3.42)
Lev	−0.019(−0.65)	−0.014(−0.48)	0.032(1.06)	−0.073**(−2.54)
Roa	0.421***(4.67)	0.239***(4.75)	0.331***(5.65)	0.182***(2.68)
Growth	0.005(0.34)	0.069***(4.87)	0.043***(3.04)	0.063***(3.86)
Constant	−0.111**(−2.46)	−0.267***(−4.88)	−0.101*(−1.72)	−0.202***(−4.74)
Industry dummy	控制	控制	控制	控制
Observations	975	2390	1951	1414
R-squared	0.13	0.11	0.09	0.18

六、研究结论及政策建议

本文选择疫情期间 A 股非金融类上市公司作为研究样本,通过实证检验轻资产运营程度对公司价值的影响,并从股权集中度和金融资产两个方面考察了轻资产运营对公司价值的作用。研究结果表明:(一)在新冠疫情期间,轻资产运营与公司价值呈现正相关关系,尽管疫情期间大多数公司的价值都出现了下滑迹象,但是轻资产运营在一定程度上能降低下滑的趋势。(二)研究进一步发现,股权集中度在疫情对公司价值有负向作用,即股权集中度越高,公司价值在疫情期间下滑程度越大。(三)关于轻资产运营中配置金融资产的公司,其公司价值受到金融资产配置的影响,整体上分析,公司持有更多的金融资产,会使疫情期间的公司价值下降,两者之间呈现负相关关系,其中,非流动性金融资产对轻资产运营公司的价值影响副作用要明显大于持有流动性金融资产对公司价值的副作用。

与以往文献相比,本文在以下两个方面做出贡献:目前关于轻资产运营对公司价值、公司的表现的研究各种结论都有,并不统一,同时没有考察在类似金融危机或新冠疫情这种全球性重大公共卫生事件下的研究,本文通过研究新冠疫情阶段轻资产运营对公司价值的变化,轻资产运营公司承受风险的实际表现,能够丰富轻资产影响公司价值方面的理论。其次,本文对轻资产运营研究深入挖掘,从股权集中度和金融资产配置两个角度分析轻资产运营对公司价值的维护和促进作用,深入研究了不同情境下轻资产运营对公司价值的异质性影响。

根据上述研究结论,本文从轻资产运营的角度对如何应对类似新冠疫情的重大突发性公共事件、金融危机事件提出如下几点建议:

企业主动寻求适合自身的轻资产运营模式。疫情期间,企业经营受到严重影响,企业供应链遭到破坏,需求端市场萎靡。出现现金流紧张、债务无法偿还甚至出现破产。其中,重资产行业受到疫情冲击更加明显,重资产运营需要高额的营运费用,比如航空业的基础设施、零售行业的店面租金等等。一旦失去稳定收入,高额的营运费用会让企业举步维艰。为了减少诸如此类黑天鹅事件带来的负面冲击,企业可以主动寻求适合自身发展的轻资产运营模式,通过减少营运开支和固

定资产投资,提升运营效率,加快周转去库存,将非核心业务进行外包,注重自身品牌、无形资产、核心技术的研发等方式,同时利用互联网、科技赋能与业务结合,提高数字营销能力,提升企业竞争力。对于需要固定资产投入的行业企业,仍可以通过削减开支、降低固定资产投入、提高固定资产投资效率等方式,将企业资产轻量化,降低企业运营遇到类似危机时刻的风险敞口。

弱化股权集中对轻资产运营的抑制作用。股权集中度带来的代理问题可能会对公司轻资产运营产生负面效应。在金融危机中这种负面作用对公司价值的影响更加明显。就公司自身而言,公司可以通过增加激励机制和约束机制,例如增加新的薪酬激励和披露制度,来完善公司治理结构,从而降低股权集中度对公司运营的副作用,进一步解放对轻资产运营的束缚。作为监管方,政府则可以通过完善中立监督机制,提高证券市场透明度,完善法律法规等手段对小股东的权益进行保护。

聚焦主营业务,减少金融资产配置。企业追求高资本回报率,会选择配置更多金融资产,当企业配置更多金融资产时,企业股价信息质量会下降,不利于资源优化配置。许多公司在追求轻资产运营的同时盲目地降低固定资产投入,单纯地为了提高短期盈利水平、盈余管理而配置金融资产,这会降低轻资产运营的效果,在金融危机和新冠疫情这种黑天鹅事件就会更加明显。若要保持企业核心竞争力,企业应当将资金投入到研发和主营业务中,科学合理的配置金融资产,减少金融资产配置对轻资产运营的削弱。

参考文献:

[1]SURDU G. The internationalization process and the asset-light approach[J]. Romanian Economic and Business Review, 2011(1):184 - 188.

[2]SOHN J, TANG CH, JANG SC. Does the asset-light and fee-oriented strategy create value? [J]. International Journal of Hospitality Management, 2013(32):270 - 277.

[3]LOW W, DAS P, PIFFARETTI C. The role of hotels in mixed asset portfolios: revisiting the asset-heavy versus asset-light debate[J]. International Journal of the Built Environment and Asset Management,2015(4):273 - 292.

[4]YU X. The impact of asset-light Strategy on companies' profitability[J]. Journal of Advance in Economics and Finance, 2018(2):27 - 32.

[5]BAEK JS, KANG JK, PARK KS. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2004(71): 265 - 313.

[6]AMIT R, SCHOEMAKER P J. Strategic assets and organizational rent[J]. Strategic Management Journal. 1993(14): 33 - 46.

[7]LIOU FM. The effects of asset-light strategy on competitive advantage in the telephone communications industry[J]. Technology Analysis& Strategic Management. 2011(23): 951 - 967.

[8]GHAZVINI MA, FARIA P, RAMOS S, et al. Incentive-based demand response programs designed by asset-light retail electricity providers for the day-ahead market[J]. Energy, 2015(82): 786 - 799.

[9]WAN CC. International diversification, industrial diversification and firm performance of Hong Kong MNCs[J]. Asia Pacific Journal of Management, 1998(15): 205 - 217.

[10]WEN HC, HUANG JH, CHENG YL. What Japanese semiconductor enterprises can learn from the asset-light business model for sustainable competitive advantage[J]. Asian Business & Management,2012(11):615 - 649.

[11]周泽将,李鼎. 轻资产运营对企业 R&D 投入的影响研究:以中国上市公司为例[J]. 管理评论,2019(06):91 - 101.

[12]王龑,郭子增. 从"重资产"到"轻资产":经营模式转型是否影响了银行风险[J]. 金融经济学研究,2019(05): 80 - 92.

[13]LEWELLEN J, LEWELLEN K. Investment and cash flow: new evidence[J]. Journal of Financial and Quantitative

Analysis, 2016(4):1135 – 1164.
[14]谢莉娟,王诗桪. 国有企业应该转向轻资产运营吗—工业和流通业的比较实证分析[J]. 财贸经济, 2018, 39(2):118 – 135.
[15]李维安,马超. "实业 + 金融"的产融结合模式与企业投资效率—基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 金融研究, 2014,(11):109 – 126.
[16]黎文靖,李茫茫. "实体 + 金融":融资约束、政策迎合还是市场竞争? —基于不同产权性质视角的经验研究[J]. 金融研究,2017(8):100 – 116.
[17]王红建,曹瑜强,杨庆,等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新—基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017(1):115 – 166.
[18]白俊,刘园园,邱善运. 金融资产配置与股价信息含量[J]. 南方经济,2019(11):53 – 71.
[19]DECHOW PM, MYERS LA. Fair value accounting and gains from asset securitizations: a convenient earnings management tool with compensation side-benefits[J]. Journal of Accounting&Economics, 2010(20):2 – 25.
[20]杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113 – 131.
[21]闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机[J]. 经济研究,2018(7):152 – 166.
[22]DEMSETZ H, LEHN KM. The structure of corporate ownership: cause and consequence[J]. Journal of Political Economy, 1985(93):375 – 390.
[23]MITTON T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics,2002(64):215 – 241.
[24]谢家智,刘思亚,李后建. 政治关联、融资约束与企业研发投入[J]. 财经研究,2014(8):81 – 93.
[25]胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:"蓄水池"或"替代"? —来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017(1):181 – 194.

Impact of Public Health Crisis on Enterprise Operation

LI Zhe-cong
(*School of International Economics and Trade*, *Henan University of Economics and Law*, *Zhengzhou* 450046, *China*)

Abstract: Based on the data of A-share non-financial listed companies during the epidemic period, this paper studies the internal mechanism of asset-light strategy on corporate value. The empirical results show that asset light strategy can reduce the impact of the epidemic on enterprises, and has a positive effect on the company value. Firms having higher ownership concentration and those who borrowed more financial assets also had lower returns, especially those who hold non-liquid financial assets. Moreover, the state-owned enterprises hold more financial assets; the company value will be negatively affected more.

Key Words: public crisis; COVID – 19; enterprise operation; financial asset; company value; ownership concentration